

Q3 业绩增长提速，印染龙头受益于环保去产能

公司简报

◆1-9月收入增6%，净利增5%，Q3业绩增长提速

2017年1-9月公司实现收入25.32亿元，同增6.43%，归母净利3.76亿元，同增5.41%，扣非净利3.43亿元，同增3.19%，EPS0.59元。净利润增速低于收入主要由于毛利率下降、管理费用率提升，高于扣非净利主要由于政府补助、非流动资产处置损益等项目同比增速较高。

分季度来看，17Q3收入和净利增长均提速。16Q1-17Q3收入增速为12.51%、3.79%、-1.23%、8.63%、6.35%、-1.32%、15.39%，归母净利增速为17.91%、7.08%、-3.82%、27.23%、1.90%、3.38%、10.54%。

在染料、煤炭、环保等成本上升压力下，公司持续提高染费以及蒸汽价格，同时加大产品研发力度，通过结构优化、单价提升，共同推动收入增长。其中17Q3受第四次中央环保督察进驻影响，浙江环保不达标的印染产能关停，订单向龙头企业集中、染费上涨，此外煤价上涨后热电业务蒸汽价格提升、16Q3公司停产半个月导致基数较低，共同推动收入增速提升。受毛利率下降、管理及销售费用率略有提升影响，17Q3净利增速略低于收入。

◆Q3染料、煤价上涨导致毛利率下滑，费用率保持稳定

2017年1-9月公司毛利率同降1.05PCT至29.17%，主要由于染料、煤炭成本上涨，染费上涨相对滞后，导致印染及热电业务毛利率下滑。16Q1-17Q3毛利率分别为29.46% (+0.72 PCT)、31.69% (-0.16 PCT)、29.19% (-1.45 PCT)、37.31% (+7.25 PCT)、27.08% (-2.38 PCT)、32.17% (+0.48PCT)、27.87% (-1.32PCT)，17Q3环保核查导致染料供应紧张、染料价格环比上涨70%以上，且煤价同比上涨近30%，导致毛利率降幅较大。

17年1-9月公司期间费用率同降0.05PCT至8.37%，总体较为稳定。其中销售费用率同增0.03PCT至1.65%，管理费用率同增0.23PCT至6.80%，财务费用率同降0.31PCT至-0.08%，主要由于债券利息支出减少所致。

◆第四批环保督察缩减浙江印染产能，十九大后环保有望保持高压

近期政府提高对印染企业环保要求，17年8月第四批中央环保督察组进驻浙江省，开展为期一个月的督察行动。本次环保督察实行党政同责，与当地领导干部考核评价挂钩，具有较强的威慑力。督察完成后浙江省共责令整改7289家，立案处罚4401家，约谈767人，问责318人，拟罚款2.30亿元。印染企业受督察影响出现大面积关停，导致订单出现积压，部分企业染费上涨20%以上，航民股份染费同样出现上涨。

十九大习主席提出目前我国的主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，要注重发展的质量和效益，满足人

买入 (维持)

当前价：11.77元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

汲肖飞

021-22169314

jixiaofei@ebsecn.com

市场数据

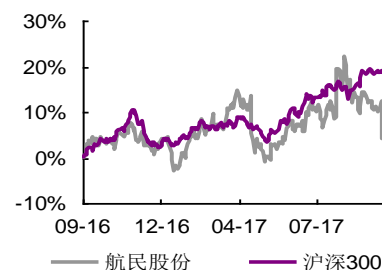
总股本(亿股)：6.35

总市值(亿元)：74.78

一年最低/最高(元)：11.22/14.43

近3月换手率：96.85%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.96	-14.58	-21.23
绝对	-9.66	-7.38	-2.87

相关研报

17H1业绩略增，环保趋严下有望受益

.....2017-08-12

煤价上涨拖累Q1业绩，未来稳量提质存涨价空间

.....2017-04-26

印染供给侧改革持续，行业龙头成长续航

.....2017-03-23

民在经济、政治、文化、社会、生态等方面日益增长的需要。未来我国将实施最严格的生态环境保护制度，到 2020 年基本实现美丽中国目标。印染行业高能耗、高污染，尤其对水资源污染较为严重，我们判断未来政府将持续加大对印染企业的整治力度，将环保作为供给侧改革的重要抓手，中小企业将加速被淘汰，龙头企业将受益于市场份额提升。

◆长期受益于印染行业去产能，万向集团减持不影响基本面，维持“买入”评级

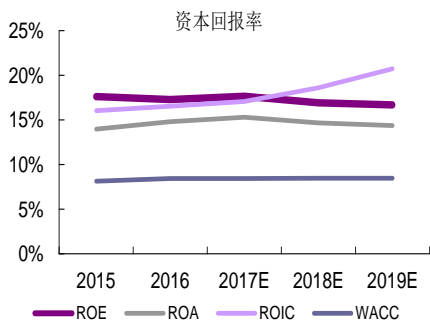
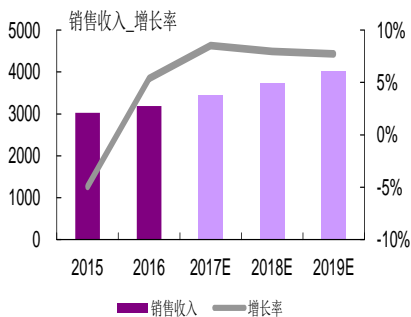
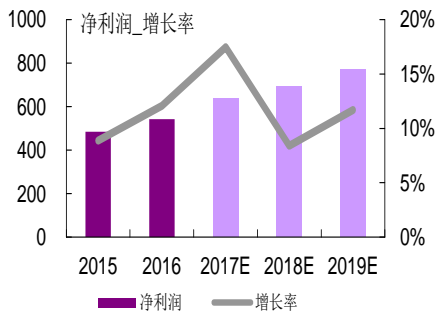
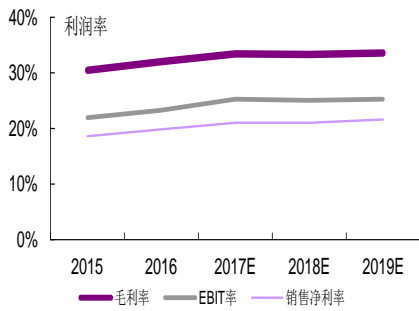
我们认为：1) 公司业绩增长主要来源于产品结构升级以及去产能加速推动染费提升，未来随着政府出台更为严格的环保政策以及浙江、广东、江苏等地方政府加大印染产能整治力度，行业集中度将持续提升，有望带动公司业绩增速提升。2) 2017.9.18 公司公告二股东万向集团自 2017.9.22 起六个月内，因自身运营资金需要拟减持股份不超过 8278 万股，减持比例不超过总股本 13.03%，减持前万向集团持股比例为 18.03%。截止 9 月底万向集团持股比例为 16.75%，已减持 810 万股。3) 17Q3 公司账面现金为 6.50 亿元，其他流动资产 10.47 亿元（主要为银行理财产品），目前各省地方政府开始鼓励印染企业合并，未来公司有望利用上市公司平台及资金优势，拓展新的业绩增长点。

由于染料、煤炭价格上涨导致毛利率下降幅度高于此前预期，我们下调 2017-19 年 EPS 为 0.93/1.01/1.12 元，股价经过前期调整后目前对应 2017 年 12.66 倍 PE。长期看好公司作为印染龙头受益于行业供给侧改革带来的市场份额和议价能力的提升，维持“买入”评级。

◆风险提示：染料价格大幅上涨、行业环保政策风险、印染行业竞争加剧等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,028	3,191	3,462	3,738	4,027
营业收入增长率	-4.92%	5.38%	8.51%	7.96%	7.74%
净利润(百万元)	484	543	588	642	715
净利润增长率	8.87%	12.07%	8.37%	9.13%	11.33%
EPS(元)	0.76	0.85	0.93	1.01	1.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.60%	17.27%	15.76%	15.39%	15.32%
P/E	15	14	13	12	10
P/B	3	2	2	2	2



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,028	3,191	3,462	3,738	4,027
营业成本	2,105	2,169	2,325	2,551	2,738
折旧和摊销	178	195	8	9	10
营业税费	28	37	42	37	40
销售费用	53	52	59	56	60
管理费用	174	178	208	206	221
财务费用	6	4	1	-9	-26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	29	27	20	20	20
营业利润	687	767	833	906	1,001
利润总额	697	784	848	921	1,016
少数股东损益	79	91	90	95	98
归属母公司净利润	484	543	588	642	715

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	4,036	4,284	4,893	5,451	6,098
流动资产	2,231	2,408	2,927	3,474	4,111
货币资金	833	715	866	1,187	1,596
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	183	196	263	275	287
应收票据	400	400	519	561	604
其他应收款	4	4	7	7	8
存货	184	189	207	228	244
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,529	1,576	1,603	1,626	1,646
无形资产	143	134	127	120	114
总负债	936	763	693	718	774
无息负债	609	730	659	718	774
有息负债	327	33	35	0	0
股东权益	3,099	3,521	4,199	4,733	5,325
股本	635	635	635	635	635
公积金	316	350	409	422	422
未分配利润	1,800	2,158	2,687	3,113	3,607
少数股东权益	348	378	468	563	661

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	678	868	219	540	592
净利润	484	543	588	642	715
折旧摊销	178	195	8	9	10
净营运资金增加	133	222	518	59	41
其他	-117	-92	-895	-169	-173
投资活动产生现金流	-323	-520	-81	0	0
净资本支出	-310	-290	-20	-20	-20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-13	-229	-61	20	20
融资活动现金流	-445	-488	12	-219	-184
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-281	-294	2	-35	0
无息负债变化	87	120	-71	60	55
净现金流	-88	-138	150	322	409

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.92%	5.38%	8.51%	7.96%	7.74%
净利润增长率	8.87%	12.07%	8.37%	9.13%	11.33%
EBITDA/EBITDA 增长率	7.83%	11.27%	-12.48%	7.98%	8.88%
EBIT/EBIT 增长率	6.56%	11.85%	9.41%	7.90%	8.84%
估值指标					
PE	15	14	13	12	10
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	10	9	10	9	8
EV/EBIT	13	11	10	9	8
EV/NOPLAT	16	14	13	12	10
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	30.47%	32.02%	32.85%	31.75%	32.01%
EBITDA 率	27.84%	29.40%	23.71%	23.72%	23.97%
EBIT 率	21.95%	23.30%	23.49%	23.48%	23.72%
税前净利润率	23.02%	24.56%	24.49%	24.65%	25.23%
税后净利润率 (归属母公司)	16.00%	17.01%	16.99%	17.18%	17.75%
ROA	13.96%	14.79%	13.86%	13.52%	13.33%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.60%	17.27%	15.76%	15.39%	15.32%
经营性 ROIC	16.04%	16.52%	15.37%	16.35%	17.64%
偿债能力					
流动比率	2.65	3.65	5.04	5.84	6.44
速动比率	2.43	3.36	4.68	5.46	6.06
归属母公司权益/有息债务	8.42	95.26	107.01	-	-
有形资产/有息债务	11.87	125.47	136.49	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.76	0.85	0.93	1.01	1.12
每股红利	0.23	0.00	0.32	0.35	0.38
每股经营现金流	1.07	1.37	0.35	0.85	0.93
每股自由现金流(FCFF)	0.43	0.46	0.21	1.01	1.14
每股净资产	4.33	4.95	5.87	6.56	7.34
每股销售收入	4.77	5.02	5.45	5.88	6.34

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com

	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixia1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com